

医药生物

基因细胞治疗 CDMO 黄金赛道有望孕育下一个药明生物

本周回顾与周专题：本周中万医药指数下跌 0.83%，位列全行业第 16，跑输沪深 300 指数，跑赢创业板指数。**本周周专题，我们对基因细胞治疗 CDMO 行业进行了分析梳理，重点推荐药明康德、博腾股份。**

近期复盘：本周医药轻微下跌，我们几个观察：1、整体没有明显的主线机会。2、核心资产经过短暂反弹，整体还是相对弱势。3、多数表现亮眼公司并无强逻辑支撑。4、个别业绩超预期的如一心堂、以岭药业表现相对亮眼。5、个别低估值公司配合略微变化市场还是会呈现出一些反应，这个和前期不同。

板块观点：医药未来依然是看结构性机会，中短期可结合一季报去选择主线赛道中具备估值性价比的优质标的。年后医药核心资产出现大幅度回调，主要原因是宏观环境变化所导致的市场风格变化，而非医药核心资产自身基本面出现重大变化。市场行情演绎至今，我们依然看好医药核心资产的中长期逻辑，结合市场风格因素，中短期则优先选择主线赛道估值性价比高的标的，弱化对市值大小、一二线区别的考量，但政策相对免疫依然是选择标的的核心条件。同时，市场对于疫情的认知更加充分了，我们依然维持疫情常态化的判断，需要继续监测新冠病毒的变异情况，假设没有大的变异，后续能够持续兑现的就是新冠疫苗和手套等板块。

一、医药核心资产的中长期逻辑变化了吗？逆向剪刀差+优质资产稀缺性带来的资产荒将长期持续存在，从中长期来看，医药核心资产以及二线资产的行情并没有结束。

(1) GDP 处于增速下行阶段，而我国医药产业又处于成长早期阶段，存在逆向剪刀差。医药长期广阔空间带来的持续高增长预期（尤其是一些新兴高景气赛道）使医药行业必将享受超越历史的估值溢价率，市场对于医药估值容忍度在中长期维度会变得更高等。

(2) 医药淘汰赛依然在持续，居民资产权益化依然是长期趋势，医药核心资产高估值只会波动不会消失。近 5 年，医药核心资产估值不断重塑的核心原因是“优质资产荒”，2015 年药监局开启的供给侧改革及 2018 年医保局开启的支付端变革导致具备长期投资价值的赛道逐渐减少，而与此同时资本市场中外资等长线资金逐步增多，产业与资本市场的双重共振造就了医药核心资产估值不断重塑。从中长期的角度来展望，医药资产的淘汰赛依然在持续，而居民资产权益化依然是长期趋势，我们认为医药核心资产的行情并没有结束。

二、大调整后，选择什么方向？市场风格出现一定变化，叠加考虑后续宏观环境等因素，中短期优先选择主线赛道中具备估值性价比的优质标的。

在大调整后，市场讨论最多的问题就是应该继续选择龙头抱团还是选择优质二线？我们的观点医药行业不用过分纠结于市值大小或一二线的区别，优选主线赛道下具备估值性价比的标的，原因有两点：

(1) 医药细分领域多，很多优质标的还在成长早期：医药与其他行业不一样，很多其他行业已经进入了相对稳态的竞争期，龙头和非龙头差距巨大，但医药行业细分领域非常多且增速特别快，企业大部分都处于成长早期，这个时候很多企业还不是真正意义上的龙头，但都具备成为未来龙头的潜质和可能性。因此，医药本质上是一线赛道和二线赛道、一线龙头和二线龙头都有机会的行业。

(2) 宏观环境有所变化，需更加关注估值性价比，但仍然要选择主线赛道：从目前来看，今年整体的宏观环境有所变化，包括美债利率上升、后疫情时代全球流动性的担忧、中国经济增速前高后低等等，那么在这个时候要更加关注调整后优质资产的估值性价比。但不受政策影响、天花板高的主线赛道依然是挑选标的的核心要素，规避故事汇型的三四线标的。

三、配置思路：近期关注主线赛道优质中盘成长。展望 2021 年，除确定性龙头&细分龙头配置思路外，对于估值业绩双击机会，我们认为“更为聚焦的政策免疫+疫情常态化超预期受益”是两条核心思路。具体如下：

1) 疫情常态化超预期受益思路：疫苗（智飞生物）、手套（英科医疗）；

2) 更为聚焦政策免疫思路：

服务端：医疗服务（国际医学、信邦制药、爱尔眼科、通策医疗）、创新服务商（九洲药业、博腾股份、凯莱英、药明康德、康龙化成、泰格医药）、渠道服务-药店（大参林、老百姓）；
制造端：荧光内窥镜细分龙头（海泰新光）、大单品-狗抗及流感（南新制药）、健康消费升级&大单品-眼科（爱博医疗、兴齐眼药、昊海生科）、注射剂国际化（健友股份）、血制品（双林生物）；

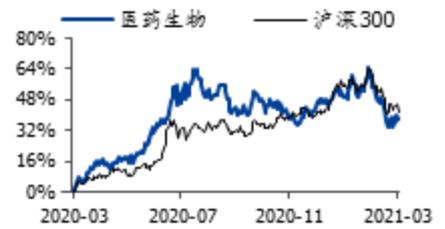
3) 其他思路：确定性龙头&细分龙头（长春高新、美年健康、我武生物、迈瑞医疗、益丰药房、恒瑞医药、康泰生物、司太立、片仔癀、云南白药、普利制药、安图生物、金城医学、东诚药业、康华生物）、拐点变革（太极集团）；

4) 其他长期跟踪看好：博瑞医药、冠昊生物、药石科技、中国生物制药、丽珠集团、贝达药业、科伦药业、君实生物、恩华药业、健康元、信立泰、康弘药业、乐普医疗、安科生物、九州通、柳药股份等。

风险提示：1) 负向政策持续超预期；2) 行业增速不及预期。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

分析师 胡佑碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

相关研究

- 1、《医药生物：药品集采新常态下，加强重视医药消费“皇冠上的明珠”》2021-01-31
- 2、《医药生物：2020Q4 公募基金重仓医药持仓几何？继续强调 Q1 医药躁动期》2021-01-24
- 3、《医药生物：中国创新药是否到了国际化的拐点？》2021-01-17



内容目录

1、医药核心观点	3
1.1 周观点	3
1.2 投资策略及思考	5
1.3 细胞基因治疗行业迅速增长，相关 CDMO 企业大有可为	7
1.3.1 细胞基因治疗是未来创新疗法&精准治疗的潜力方向	7
1.3.2 细胞基因治疗在研管线快速增长，市场空间巨大	8
1.3.3 生产工艺的复杂性决定了其技术壁垒，biotech 外包意愿强烈，CDMO 市场快速增长	9
1.3.4 国内基因细胞治疗头部企业概览—建议关注药明康德、博腾股份	11
2、本周行业重点事件&政策回顾	15
3、行情回顾与医药热度跟踪	17
3.1 医药行业行情回顾	17
3.2 医药行业热度追踪	20
3.3 医药板块个股行情回顾	21
4、医药行业 4+X 研究框架下特色上市公司估值增速更新	23
5、风险提示	26

图表目录

图表 1: 细胞疗法的发展	7
图表 2: 已上市的细胞疗法	7
图表 3: 2003-2020 年批准的基因细胞治疗药物	8
图表 4: 基因细胞治疗不同临床阶段管线数量 (2020 年)	9
图表 5: 全球基因和细胞治疗临床管线	9
图表 6: 自体 CAR-T 细胞疗法生产流程	10
图表 7: 通用型 CAR-T 细胞疗法生产流程以及 CAR-T 载体的构建与发展	10
图表 8: 大型药企主要基因治疗相关并购、合作项目	11
图表 9: 全球基因细胞治疗 CDMO 市场规模 (亿美元)	11
图表 10: 药明康德细胞和基因治疗项目情况 (截至 2020Q3)	12
图表 11: 药明生基概览	12
图表 12: 博腾生物概况	13
图表 13: 博腾生物服务项目	13
图表 14: 和元生物主要服务内容及领域	14
图表 15: 本周申万医药 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数对比	17
图表 16: 2021 年以来申万医药指数 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数走势对比 (%)	17
图表 17: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (周对比, %)	18
图表 18: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2021 年初至今, %)	19
图表 19: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%)	19
图表 20: 申万医药各子行业 2021 年初至今涨跌幅变化图 (%)	20
图表 21: 医药行业估值溢价率 (申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行)	20
图表 22: 2013 年以来申万医药行业成交额以及在中占比的走势变化	21
图表 23: 申万医药周涨跌幅排名前十、后十个股	21
图表 24: 申万医药滚动月涨跌幅排名前十、后十个股	22
图表 25: 国盛医药 4+X 研究框架下的特色上市公司估值业绩情况	23

1、医药核心观点

1.1 周观点

本周回顾与周专题：本周申万医药指数下跌 0.83%，位列全行业第 16，跑输沪深 300 指数，跑赢创业板指数。本周周专题，我们对基因细胞治疗 CDMO 行业进行了分析梳理，重点推荐药明康德、博腾股份。

近期复盘：本周医药轻微下跌，我们有几个观察：1、整体没有明显的主线机会。2、核心资产经过短暂反弹，整体还是相对弱势。3、多数表现亮眼公司并无强逻辑支撑。4、个别业绩超预期的如一心堂、以岭药业表现相对亮眼。5、个别低估值公司配合略微变化市场还是会呈现出一些反应，这个和前期不同。

板块观点：医药未来依然是看结构性机会，中短期可结合一季报去选择主线赛道中具备估值性价比的优质标的。年后医药核心资产出现大幅度回调，主要原因是宏观环境变化所导致的市场风格变化，而非医药核心资产自身基本面出现重大变化。市场行情演绎至今，我们依然看好医药核心资产的中长期逻辑，结合市场风格因素，中短期则优先选择主线赛道估值性价比高的标的，弱化对市值大小、一二线区别的考量，但政策相对免疫依然是选择标的的核心条件。同时，市场对于疫情的认知更加充分了，我们依然维持疫情常态化的判断，需要继续监测新冠病毒的变异情况，假设没有大的变异，后续能够持续兑现的就是新冠疫苗和手套等板块。

一、医药核心资产的中长期逻辑变化了吗？逆向剪刀差+优质资产稀缺性带来的资产荒将长期持续存在，从中长期来看，医药核心资产以及二线资产的行情并没有结束。

（1）GDP 处于增速下行阶段，而我国医药产业又处于成长早期阶段，存在逆向剪刀差。医药长期广阔空间带来的持续高增长预期（尤其是一些新兴高景气赛道）使医药行业必将享受超越历史的估值溢价率，市场对于医药估值容忍度在中长期维度会变得更高。

（2）医药淘汰赛依然在持续，居民资产权益化依然是长期趋势，医药核心资产高估值只会波动不会消失。近 5 年，医药核心资产估值不断重塑的核心原因是“优质资产荒”，2015 年药监局开启的供给侧改革及 2018 年医保局开启的支付端变革导致具备长期投资价值的赛道逐渐减少，而与此同时资本市场中外资等长线资金逐步增多，产业与资本市场的双重共振造就了医药核心资产估值不断重塑。从中长期的角度来展望，医药资产的淘汰赛依然在持续，而居民资产权益化依然是长期趋势，我们认为医药核心资产的行情并没有结束。

二、大调整后，选择什么方向？市场风格出现一定变化，叠加考虑后续宏观环境等因素，中短期优先选择主线赛道中具备估值性价比的优质标的。

在大调整后，市场讨论最多的问题就是应该继续选择龙头抱团还是选择优质二线？我们的观点医药行业不用过分纠结于市值大小或一二线的区别，优选主线赛道下具备估值性价比的标的，原因有两点：

（1）医药细分领域多，很多优质标的还在成长早期：医药与其他行业不一样，很多其他行业已经进入了相对稳态的竞争期，龙头和非龙头差距巨大，但医药行业细分领域非常多且增速特别快，企业大部分都处于成长早期，这个时候很多企业还不是真正意义上的龙头，但都具备成为未来龙头的潜质和可能性。因此，医药本质上是一线赛道和二线赛道、一线龙头和二线龙头都有机会的行业。

（2）宏观环境有所变化，需更加关注估值性价比，但仍然要选择主线赛道：从目前来看，今年整体的宏观环境有所变化，包括美债利率上升、后疫情时代全球流动性的担忧、

中国经济增速前高后低等等,那么在这个时候要更加关注调整后优质资产的估值性价比。但不受政策影响、天花板高的主线赛道依然是挑选标的的核心要素,规避故事汇型的三四线标的。

三、配置思路: 近期关注主线赛道优质中盘成长。展望 2021 年,除确定性龙头&细分龙头配置思路外,对于估值业绩双击机会,我们认为“疫情常态化超预期受益+更为聚焦的政策免疫”是两条核心思路。具体如下:

1) 疫情常态化超预期受益思路: 疫苗(智飞生物)、手套(英科医疗);

2) 更为聚焦政策免疫思路:

服务端: 医疗服务(国际医学、信邦制药、爱尔眼科、通策医疗)、创新服务商(九州药业、博腾股份、凯莱英、药明康德、康龙化成、泰格医药)、渠道服务-药店(大参林、老百姓);;

制造端: 荧光内窥镜细分龙头(海泰新光)、大单品-狗抗及流感(南新制药)、健康消费升级&大单品-眼科(爱博医疗、兴齐眼药、昊海生科)、注射剂国际化(健友股份)、血制品(双林生物);

3) 其他思路: 确定性龙头&细分龙头(长春高新、美年健康、我武生物、迈瑞医疗、益丰药房、恒瑞医药、康泰生物、司太立、片仔癀、云南白药、普利制药、安图生物、金域医学、东诚药业、康华生物)、拐点变革(太极集团);

4) 其他长期跟踪看好: 博瑞医药、冠昊生物、药石科技、中国生物制药、丽珠集团、贝达药业、科伦药业、君实生物、恩华药业、健康元、信立泰、康弘药业、乐普医疗、安科生物、九州通、柳药股份等。

1.2 投资策略及思考

不管短期中期还是长期，大的原则，还是要尽量规避政策扰动，从政策免疫角度去选择。

中短期观点请参照前文，再从中长期来看，什么样的领域能走出10年10倍股？我们认为有以下四大长期主线，另医药行业百花齐放，特色细分领域同样有可能走出牛股，但我们只看相对龙头（5+X）：

（1）医药科技创新：创新是永恒的主线，医药已经迎来创新时代

- **创新服务商：**比较重点的是CRO/CDMO板块，创新药受政策鼓励，而创新服务商最为受益，前置创新药获批出业绩，我们推荐重点关注凯莱英、药明康德、泰格医药、昭衍新药、康龙化成、睿智医药、药石科技、艾德生物、博腾股份、九洲药业、美迪西、维亚生物、方达控股等；
- **创新药：**部分企业已经陆续进入到收获期，推荐重点关注恒瑞医药、中国生物制药、翰森制药、丽珠集团、康弘药业、科伦药业、复星医药、海思科、信立泰、冠昊生物等传统转型药企，以及贝达药业、信达生物、君实生物、百济神州、复宏汉霖、再鼎医药、南新制药、荣昌生物、康方生物、泽璟制药、微芯生物、康宁杰瑞等 biotech 企业；
- **创新疫苗：**创新疫苗大品种大时代已经来临，推荐重点关注智飞生物、沃森生物、康泰生物、万泰生物、康华生物、康希诺生物等。
- **创新&特色头部器械耗材：**推荐重点关注迈瑞医疗、微创医疗、乐普医疗、威高股份、心脉医疗、启明医疗、南微医学、天智航、健帆生物、英科医疗等。

（2）医药扬帆出海：扬帆出海是国内政策承压后企业长期发展的不错选择

- **注射剂国际化：**推荐重点关注健友股份、普利制药等；
- **口服国际化：**重点看好的是专利挑战和特殊剂型国际化，推荐重点关注华海药业。
- **创新药国际化：**推荐重点关注恒瑞医药、贝达药业、康弘药业、信达生物、百济神州、再鼎医药等。

（3）医药健康消费：健康消费是最清晰最确定的超长周期成长逻辑

- **品牌中药消费：**推荐重点关注片仔癀、云南白药、东阿阿胶、同仁堂、华润三九等；
- **眼科：**推荐重点关注爱尔眼科、光正眼科、欧普康视、爱博医疗、兴齐眼药、昊海生科等；
- **医美：**推荐重点关注爱美客、华熙生物、朗姿股份等；
- **儿科相关：**推荐重点关注我武生物、长春高新、安科生物等。

（4）医药品牌连锁：品牌构筑护城河，连锁造就长期成长能力

- **药店：**推荐重点关注益丰药房、老百姓、一心堂、大参林、国药一致等；
- **特色专科连锁医疗服务：**推荐重点关注爱尔眼科、美年健康、通策医疗、锦欣生殖、光正眼科等；
- **第三方检验服务商：**推荐重点关注金域医学、迪安诊断等。

（5）医药互联互通：信息化时代，医药的长期发展趋势

- **互联网医疗：**推荐重点关注京东健康、阿里健康、平安好医生、九州通等；
- **医疗信息化：**推荐重点关注卫宁健康、创业慧康等。

(6) X (其他特色细分龙头):

- **IVD:** 推荐重点关注安图生物、新产业、迈克生物、万孚生物、艾德生物、贝瑞基因等;
- **原辅包材:** 推荐重点关注山河药辅、山东药玻、浙江医药、新和成、司太立、普洛药业、仙琚制药、天宇股份、奥翔药业、博瑞医药等;
- **血制品:** 推荐重点关注华兰生物、博雅生物、天坛生物、双林生物等;
- **特色专科药:** 推荐重点关注恩华药业、人福医药、华润双鹤、通化东宝、健康元、东诚药业、北陆药业、京新药业等;
- **流通:** 推荐重点关注上海医药、九州通、柳药股份、国药股份等;
- **其他特色:** 推荐重点关注伟思医疗、华北制药、太极集团等。

1.3 细胞基因治疗行业迅速增长，相关 CDMO 企业大有可为

我们认为细胞基因治疗是未来创新疗法&精准治疗的潜力方向，从全球研发管线布局来看，全球基因细胞治疗在研药物数也在快速增长。生产工艺的复杂性决定了其技术壁垒，biotech 外包意愿强烈，因而未来基因细胞治疗 CDMO 的市场有望快速增长。当下建议关注前瞻布局，进展迅速的药明康德、博腾股份。

1.3.1 细胞基因治疗是未来创新疗法&精准治疗的潜力方向

细胞治疗：历经 4 代 50 年，孕育干细胞、免疫细胞疗法两大热门领域。

➢ **细胞治疗**，是指利用患者自体或异体的成体细胞或干细胞，采用生物工程技术获取、分离、培养扩增、筛选等处理后，使这些细胞具有增强免疫、杀死病原体 and 肿瘤细胞、促进组织器官再生和机体康复等治疗功效，然后将这些细胞人为输注（或植入）到人体的治疗方法，目的是重建和更新体内病变、老化组织，促进组织器官再生，以及预防治疗疾病等。

➢ **细胞治疗按照引入细胞的种类可以分为干细胞治疗和免疫细胞治疗**。免疫细胞治疗在癌症治疗上的应用主要通过过继性免疫细胞疗法实现，以提高肿瘤细胞的免疫原性和对效应细胞杀伤的敏感性，激发和增强机体抗肿瘤免疫应答。目前获批的 CAR-T 疗法均为自体 CAR-T，针对的适应症主要为血液恶性肿瘤，未来通用型/异体 CAR-T 和实体瘤适应症的拓展将成为发展趋势。

图表 1: 细胞疗法的发展



资料来源: 生命科学, 国盛证券研究所

图表 2: 已上市的细胞疗法

已获批的的干细胞疗法						FDA批准的CAR-T			
商品名 (公司)	细胞种类/适应症	批准机构	商品名 (公司)	细胞种类/适应症	批准机构	商品名 (公司)	批准时间	靶点	适应症
Prochymal (Osiris)	异体BMSC/Cgvdh; 克罗恩氏病	FDA	ChondroCelect (TiGenix)	自体软骨细胞/膝关节软骨损伤	EC	Kymriah (诺华)	Aug-17 获批上市	CD19	复发/难治性急性淋巴细胞白血病
MPC (Mesoblast)	BMSC/骨修复	TGA	Multistem (Athersys)	异体BMSC/赫尔勒综合征	FDA	Yescarta (凯特/吉利德)	Oct-17 获批上市	CD19	弥漫性大B细胞淋巴瘤
Hearticellgram (Pharmicell)	自体BMSC/心血管疾病	KFDA	Holoclar (Chiesi)	自体角膜边缘干细胞/LSCD	EMA	Tecartus (凯特/吉利德)	Jul-20 加速批准	CD19	成人复发/难治性套细胞淋巴瘤
Hemacorf (NYBC)	UCB-HSC/造血系统疾病	FDA	Temcell (Mesoblast)	异体BMSC/急性GVHD、HIE	MPDA				
Cartistem (Pharmicell)	UCB-MSC/膝关节软骨缺损	KFDA	Stempeucel (Stempeucel)	异体BMSC/BD和ASPAD引起的CLI	DCGI				
Cupistem (Anterogen)	自体ADSC/克罗恩氏病	KFDA	Strimvelis (GSK)	基因修饰的造血干细胞/儿童ADA-SCID	EMA				
Prochymal (Osiris)	异体BMSC/儿童急重症GVHD	加拿大卫生部	Alofisel (TiGenix)	异体ADSC/克罗恩氏病引起的复杂肛瘻	EC				
NeuroNata-R (Corestem)	自体BMSC/ALS	KFDA	Stemirac (Nipro Cor.)	自体BMSC/脊髓损伤	MPDA				

资料来源: FDA, EMA, 各药企公司公告, 国盛证券研究所

基因治疗：最具有疾病治愈潜力的品类之一，经过 60 多年的演变，现在进入商业化爆发期。基因治疗的概念从 20 世纪 60 年代开始发展，指将正常基因引入人体细胞中修饰异常基因序列，主要针对罕见遗传病。基因治疗的发展得益于科学技术进步，包括 2003 年 10 月完成的人类基因组计划（99% 的人类基因测序，精确率达 99%）、新载体的开发（包括腺相关病毒和慢病毒等）以及基因编辑技术等。基因疗法能够为传统治疗手段无法触及的疾病提供治疗选择。

目前已有超过 10 款基因治疗药物获批上市。自从 2017 年 AAV 疗法药物 Luxturna 上市以来，基因疗法热度升温。2019 年，美国 FDA 和欧盟 EMA 分别批准了诺华（Novartis）治疗脊髓性肌肉萎缩（SMA）的 Zolgensma 和 bluebird bio 治疗 β 地中海贫血的 Zynteglo，是基因疗法商业化爆发的重要里程碑。

图表 3: 2003-2020 年批准的基因细胞治疗药物

Table 1 The list of approved gene therapy products worldwide.

Number	Company/institute	Product	Clinical trial	Country	Year	Indication/disease
1	Shenzhen SiBiono GeneTech	Gendicine (recombinant human p53 oncolytic adenovirus)	Commercial market	China	2003	Head and neck cancer
2	Shanghai Sunway Biotech	Oncorine (Recombinant Human Adenovirus Type 5 Injection)	Commercial market	China	2005	Head and neck and esophagus cancer, Nasopharyngeal cancer, etc.
3	UniQure	Glybera (AAV1)	Withdrawn	EU	2012	LPLD
4	Amgen	Imlygic (talimogene laherparepvec, T-Vec)	Commercial market	USA	2015	Melanoma
5	GlaxoSmithKline	Strimvelis (autologous CD34 ⁺ cells transduced with ADA)	Commercial market	EU	2016	ADA-SCID
6	Novartis	Kymriah (tisagenlecleucel)	Commercial market	Switzerland/USA	2017	B-ALL
7	Gilead/Kite Pharma	Yescarta (axicabtagene ciloleucel)	Commercial market	USA	2017	DLBCL
8	Roche/Spark Therapeutics	Luxturna (voretigene neparvovec-rzyl)	Commercial market	USA	2017	Biallelic RPE65 mutation-associated retinal dystrophy
9	Novartis/AveXis	Zolgensma (onasemnogene abeparvovec-xioi)	Commercial market	Switzerland/USA	2019	SMA
10	Bluebird bio	Zynteglo (autologous CD34 ⁺ cells encoding β ^{A-T87Q} globin gene)	Delayed commercial	EU	2019	TDI
11	BioMarin Pharmaceutical	Valoctocogene roxaparvovec (valrox)	Waiting for commercial	USA	2019-2020	Hemophilia A

EU European Union, LPLD lipoprotein lipase deficiency, AAV1 adeno-associated virus type-1, ADA-SCID Adenosine deaminase deficiency-severe combined immune deficiency, B-ALL B-cell acute lymphoblastic leukemia, DLBCL diffuse large B-cell lymphoma, SMA spinal muscular atrophy, TDI transfusion-dependent β-thalassemia.

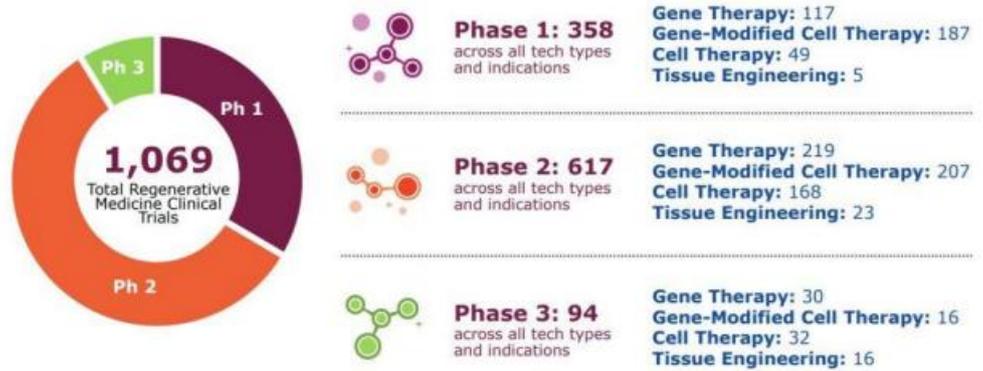
资料来源: Gene Therapy, 国盛证券研究所

1.3.2 细胞基因治疗在研管线快速增长，市场空间巨大

从全球研发管线布局来看，全球基因细胞治疗在研药物数也在快速增长。根据 Pharmaprojects 发布的《Pharma R&D Annual Review 2020》，预计 2020 年基因治疗在研管线 1273 个，比 2019 年增加 409 个；2020 年细胞治疗在研管线 491 个，比 2019 年增加 215 个。

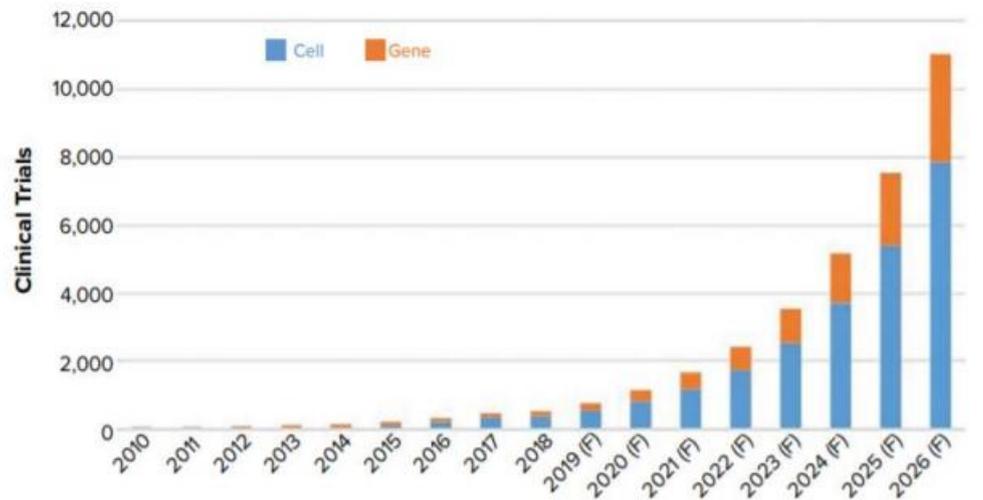
当前，已经进入临床阶段的基因细胞治疗项目有超过 **1000** 个。预计到 **2026** 年，细胞治疗研发管线预测增长至近 **8000** 例。其中 II 期临床的管线数量超过一半，随着临床的持续推进、药物持续获批和放量，未来基因细胞治疗的市场规模有望快速增长。根据 **Coherent Market Insights** 的估测，全球基因细胞治疗市场将从 **2017** 年的 **60** 亿美元增长至 **2026** 年的 **350** 亿美元，年均复合增长率达 **22%**。

图表 4: 基因细胞治疗不同临床阶段管线数量 (2020 年)



资料来源: ARM, 国盛证券研究所

图表 5: 全球基因和细胞治疗临床管线



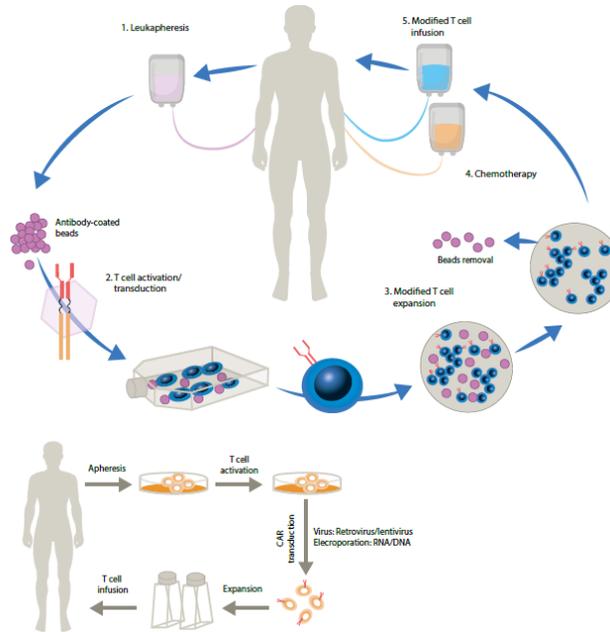
资料来源: BioPharmInternational, 国盛证券研究所

1.3.3 生产工艺的复杂性决定了其技术壁垒，biotech 外包意愿强烈，CDMO 市场快速增长

细胞治疗：生物制造工艺复杂、质控标准不统一、成本高为其产业化的主要技术壁垒。与传统的生产线布局和大药厂的商业模式不同，细胞治疗作为个性化的治疗，其 **CAR-T** 细胞的生物制造工艺是其产业瓶颈，自动化和标准化处理将是该过程的高壁垒技术。尤其是自体 CAR-T，其一个批次仅能用于单一患者的自身治疗，从 T 细胞的分离转导激活到灌封质检运输，再到最后回输给病人需要 10-30 天不等。未来的通用型 CAR-T (同种

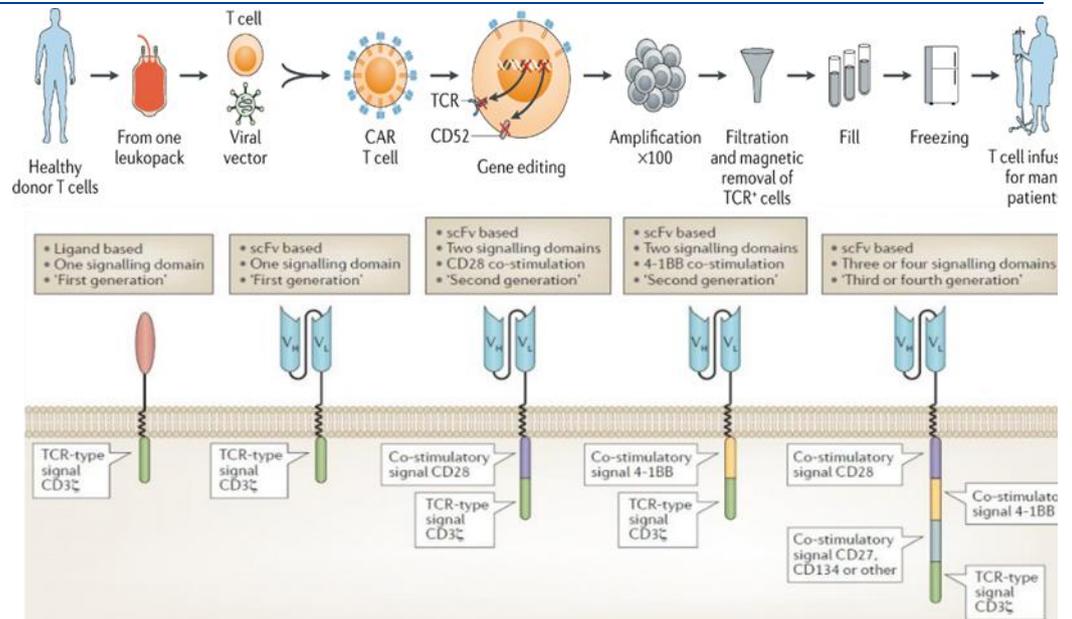
异体 CAR-T)疗法所使用的T 细胞来自于健康的第三方供体,将更容易实现工艺标准化、有望通过一个批次的生产治疗更多患者、降低治疗成本。另外,细胞因子风暴引起的严重不良反应以及实体瘤的应用困境等也是行业需要新的技术手段来解决的问题。

图表 6: 自体 CAR-T 细胞疗法生产流程



资料来源: *European Oncology & Haematology*, 国盛证券研究所

图表 7: 通用型 CAR-T 细胞疗法生产流程以及 CAR-T 载体的构建与发展



资料来源: *Nature Reviews Drug Discovery*, *Creative Biolabs*, 国盛证券研究所

基因疗法: 病毒载体是目前主流技术, 生产技术壁垒高。目前临床上基因治疗递送载体以病毒为主, 使用较多的是 AAV、慢病毒和腺病毒。由于生产工艺流程复杂, 病毒生产具有较高的技术壁垒, 也是制约产业化的关键。除了病毒之外, 病毒载体的生产也是目前基因治疗商业化的一个瓶颈。在公司从小规模试验转向大规模研究, 最后进行大规模商化的过程中, 基因治疗的载体供应成为了一个至关重要的问题。

基因细胞治疗企业以 **biotech** 为主，外包意愿强烈。目前全球的基因细胞治疗管线主要在 **biotech** 型公司中，生产方面存在多方壁垒限制，因而外包意愿强烈。因基因疗法投入较大，近年来国际大型制药公司多通过并购或合作方式进军基因治疗领域。产能挑战催生了大量服务于基因疗法的 CDMO 企业，欧美国家较为领先，**65% 临床阶段的基因疗法选择外包（与传统生物制剂的 35% 相比）**。

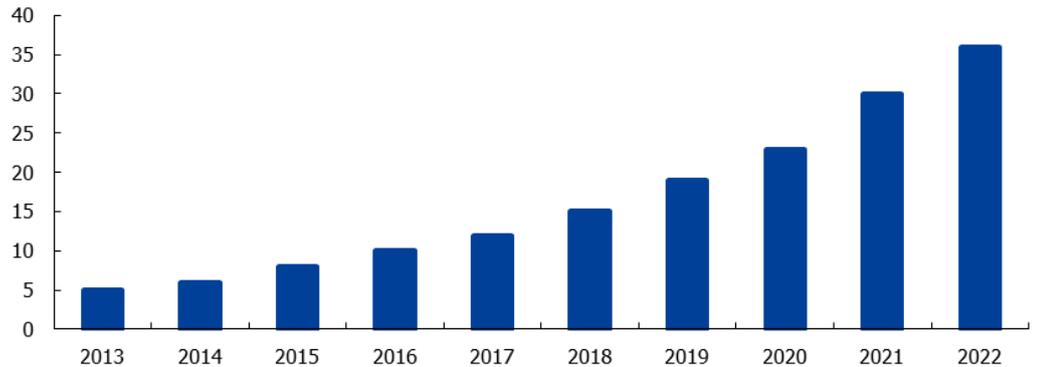
图表 8: 大型药企主要基因治疗相关并购、合作项目

日期	出资方/合作方	被收购方/合作方	交易类型	交易金额	主要领域
2016.8	辉瑞	bamboo	并购	6.45 亿美元	神经系统疾病
2016.9	艾尔建	retrosense	并购	6000 万美元	眼科疾病
2017.8	吉利德	kite	并购	110 亿美元	car-t
2018.1	新基	juno	并购	90 亿美元	car-t
2018.1	强生	宾夕法尼亚大学	合作	-	阿尔兹海默症
2018.2	艾伯维	vayager	合作	-	阿尔兹海默症
2018.4	诺华	avexis	并购	87 亿美元	神经系统疾病
2018.5	罗氏	4d molecular	合作	-	眼科疾病

资料来源: 各公司年报&公告, 国盛证券研究所

根据 **Frost & Sullivan** 的估测，全球基因细胞治疗的外包市场有望从 2017 年的 12 亿美元增长至 2022 年的 36 亿美元，年均复合增长 25%，远快于行业平均增速。

图表 9: 全球基因细胞治疗 CDMO 市场规模 (亿美元)



资料来源: Frost&Sullivan, 国盛证券研究所

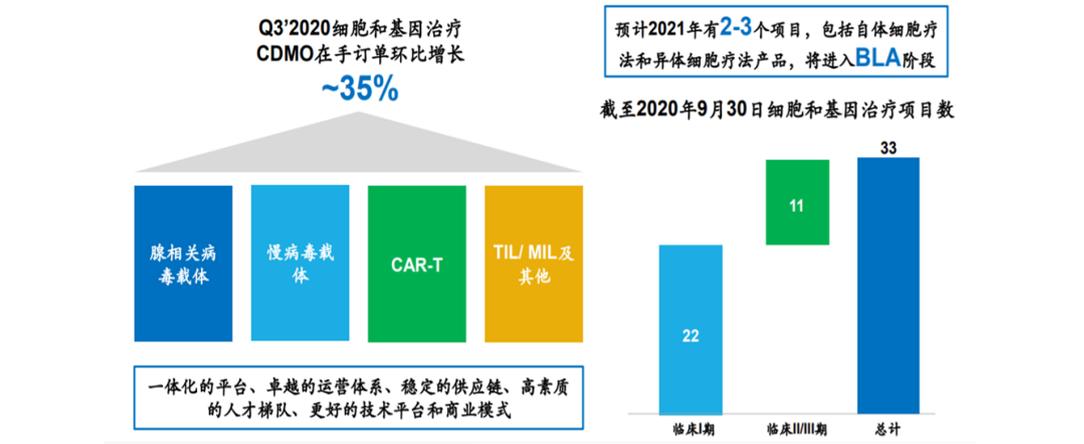
1.3.4 国内基因细胞治疗头部企业概览—建议关注药明康德、博腾股份

我国 CDMO 公司大多集中在小分子化药和大分子单抗。基因与细胞治疗的 CDMO 的企业较少，目前优秀的代表企业包括药明康德、博腾股份、上海和元。

1) 药明康德: 公司积极培育细胞及基因治疗新型业务，目前仍处于发展前期阶段，未来市场潜力巨大，长期有望复刻小分子 CDMO 成长可期。

药明生基是药明康德旗下专注于细胞和基因疗法的 CDMO，致力于加速和变革细胞治疗、基因治疗及其他高端治疗的开发、测试、制造和商业化。公司拥有位于中美两地的高度一体化的细胞和基因治疗实验室和生产基地（美国费城约 20000 平方米、中国无锡约 13000 平方米），为全球客户提供细胞及基因治疗产品的研发及生产服务。截至 2020Q3，已为超过 30 个临床阶段项目提供 CDMO 服务，包括 22 个 I 期临床项目和 11 个 II/III 期临床项目，并且有 2-3 个项目预计最快 2021 年将进入 BLA 阶段。

图表 10: 药明康德细胞和基因治疗项目情况 (截至 2020Q3)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 药明生基概览



资料来源: 公司网站, 国盛证券研究所

2021年3月2日药明康德宣布完成对英国基因治疗技术公司 OXGENE 的收购。收购将进一步拓展药明康德细胞和基因疗法平台的技术能力, 为客户提供一体化、端到端的细胞和基因疗法产品开发及生产服务。通过此次收购, OXGENE 将成为药明康德旗下专注于细胞和基因疗法 CTDMO 药明生基的全资子公司; 同时, OXGENE 将保留原公司名称, 并成为药明生基在欧洲的首个研发生产基地。OXGENE 的加入将进一步增强药明生基的一体化平台能力, 通过赋能全球客户加速细胞和基因治疗产品的开发、测试、生产和商业化进程, 不断推动更多创新疗法早日进入市场。自 2011 年成立以来, OXGENE 凭借其创新技术、研发服务和强大的规模化生产系统, 为细胞和基因治疗行业提供了高效的药物发现和生产解决方案。此外, OXGENE 用于腺相关病毒(AAV)生产的新型 TESSA 技术和用于慢病毒稳定生产的 XLenti 解决方案, 不仅提高了细胞和基因疗法产品的生产效率, 还显著降低了成本。

2) 博腾股份: 基因细胞治疗从药物发现到工艺开发到生产的 CRO+CDMO 一体化服务平台

苏州博腾生物成立于 2018 年底, 位于苏州工业园区。2020 年, 随着苏州腾飞创新园的研发中心和临床生产基地完成建设, 工艺开发实验室、技术平台和分析中心、GMP 车间投入使用, 公司建立了免疫细胞治疗的工艺平台和临床 1 期 GMP 生产平台, 在质粒、慢

病毒、细胞治疗三个领域的工艺技术都达到了国际一流、国内领先的水平，特别是慢病毒的悬浮无血清工艺。2020年，博腾生物 CDMO 业务也实现了订单“破局”，共签订5个客户订单（订单金额约 5600 万元）。2020 年报显示博腾基因细胞治疗 CDMO 业务已拥有员工近 100 人。

图表 12: 博腾生物概况

苏州博腾生物制药有限公司



- 苏州工业园区
- 成立于2018年底
- 基因/细胞治疗CDMO
- 1200平方米实验室
- 4000平方米GMP生产大楼
- 16000平方米GMP II期生产基地建设中
- 丰富经验的团队
- 目前有88人
- 42%有硕士以上学位
- 15%有海外学习工作经历
- 重庆博腾子公司
- 生产管理经验丰富
- 客户网及客户项目管理经验
- 经济后盾



1200平方米研发实验室



4000平方米GMP车间



16000平方米GMP生产大楼
2022年投入使用

卓越的端到端CDMO服务

资料来源：公司战略发布会，国盛证券研究所

图表 13: 博腾生物服务项目

生物CDMO服务	
基因和细胞治疗	分析研发与质量控制
<ul style="list-style-type: none"> □ DNA质粒工艺开发和GMP生产 □ 细胞治疗产品工艺开发，non-GMP和GMP生产 □ 病毒载体工艺开发，non-GMP和GMP生产 □ AAV新血清型分子进化和筛选 □ 灌装（B+A级） □ 分析方法开发和确认 □ 质量控制和批次放行 □ 技术专用&产品生命周期管理 □ IND申请资料支持 	<ul style="list-style-type: none"> □ 理化分析方法开发与验证 □ 生物活性方法开发与验证 □ 结构表征 □ 稳定性研究 □ 生物安全性检测 □ 批放行测试

资料来源：公司年报，国盛证券研究所

博腾生物的竞争优势包括：

丰富科研和管理经验的团队

- 拥有国内外大型制药企业和创新公司经验的管理队伍
- 基因和细胞治疗的直接经验
- 具有直接 GMP 生产经验的中层队伍

技术优势

- 独特的专利技术
- 高效的基因治疗平台

完整生产线和服务设施

- 从研发、平台建设、工艺开发到临床和商业生产
- 配套的质量控制、质量分析和产品放行
- 严格、完善的知识产权保护政策和设施

坚强的后盾

- 生产管理经验
- 客户网及客户项目管理经验
- 独特的市场战略和团队

3) 和元生物：专注于重组病毒载体 CDMO 服务

和元生物技术(上海)股份有限公司成立于2013年,目前注册资金10636万元,是一家国内领先的集生物医学基础研究、基因治疗药物孵化、临床级基因治疗病毒载体 CDMO 服务三大发展方向于一体的高新技术企业。现有团队近300人,其中硕士及以上学历人才逾30%。公司在基因功能研究和基因治疗细分领域深耕多年,自2016年起,按照国际生物制药 GMP 标准,建设符合中国 NMPA、美国 FDA、欧盟 EMA 基因和细胞治疗生产质量管理规范的基因治疗载体生产平台,为全球基因和细胞治疗领域科学家、医疗单位和药物研发企业提供基因和细胞治疗用质粒、腺相关病毒、慢病毒、腺病毒以及多种溶瘤病毒的 CDMO 服务,力图从基因序列到基因药物全流程推动基因治疗临床应用。

和元生物拥有 1000^{m2} 中试及 5000^{m2} GMP 质粒、重组病毒载体生产车间,整栋独立 GMP 生产平台, C+A 级标准。基于质量源于设计(QbD)的质量管理理念,参照 NMPA、FDA 和 EMA 等基因和细胞治疗现行法规,将 GMP 平台不同功能区域进行合规合理地设计与划分,最大限度降低风险,并合理规划资源,降低生产成本。平台基于一次性大规模细胞培养工艺,采用悬浮、贴壁及微载体细胞培养技术进行规模化工业生产,目前已达到一次性 200L 细胞培养能力,计划扩至 500L;质粒生产达 100L 大肠杆菌发酵规模,单次产出质粒产品达数克;全自动 A 级无菌制剂灌装系统,每批次可灌装 8000 支成品制剂。

2020 年起,为满足全球爆发性增长的基因治疗载体 CDMO 服务需求,公司在上海自由贸易试验区临港新片区启动建设逾 8 万平米的和元智造精准医疗产业基地,争取两年内打造全球领先的基因治疗载体服务基地。

图表 14: 和元生物主要服务内容及领域



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

2、本周行业重点事件&政策回顾

【事件一】国家药监局 安徽重组新型冠状病毒疫苗获批紧急使用

<http://dwz.date/e5Ra>

3月18日，由中国科学院微生物研究所和安徽智飞龙科马生物制药有限公司联合研发的重组新型冠状病毒疫苗（CHO细胞），日前经国家卫生健康委提出建议，国家药监局组织论证同意紧急使用。目前，该疫苗已在乌兹别克斯坦获批正式上市，是国际上第一个获批临床使用的新冠病毒重组亚单位蛋白疫苗。该疫苗拥有自主知识产权。

【点评】目前对于新冠疫苗的研制，我国正按照灭活疫苗、腺病毒载体疫苗、核酸疫苗、重组蛋白疫苗、减毒流感病毒载体疫苗5种技术路线开展新冠疫苗的紧急研制。安徽智飞龙科马生物制药有限公司研发的这款疫苗采用的是重组蛋白疫苗技术，该重组新冠疫苗具有显著优势，已完成的I、II期和正在进行的III期临床试验，均表明该疫苗具有很好的安全性和免疫原性。该疫苗需要接种3针，产能方面，智飞龙科马目前的产能是3亿支，因是3针法，相当于能满足1亿人接种。公司目前也在积极推进产能扩增，6条生产线正加紧建设中，达产后产能可增加至约9亿支，每年可满足约三亿人的疫苗接种需求。

【事件二】国家卫健委 关于印发第二批鼓励仿制药品目录的通知

<http://dwz.date/e5Rq>

3月15日，为落实国务院办公厅《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》和《关于印发深化医药卫生体制改革2020年下半年重点工作任务的通知》有关制定鼓励仿制药品目录的部署和要求，国家卫生健康委联合科技部、工业和信息化部、国家医保局、国家药监局、国家知识产权局等部门组织专家对国内专利即将到期尚未提出注册申请及临床供应短缺（竞争不充分）的药品进行遴选论证，制定了《第二批鼓励仿制药品目录》，要求各部门推动相关工作开展，根据有关规定在临床试验、关键共性技术研究、优先审评审批等方面予以支持。

【点评】《目录》明确了鼓励仿制的17种药品及剂型，包括阿福特罗吸入溶液剂、糠酸氟替卡松维兰特罗吸入粉雾剂、奥贝胆酸片剂等。按照有关规定，《目录》内药品可获得临床试验、关键共性技术研究、优先审评审批等方面的支持。近年来，随着集采政策的逐步推广，已上市药品的仿制成为解决我国患者对临床需求领域药品可获得性和可及性的重要手段。同时，该《目录》说明我国鼓励高质量仿制，支持药企进一步提高仿制药供应能力，这对相关仿制药研发生产企业未来规划具有重要影响。

【事件三】国务院 第十四个五年规划和2035年远景目标纲要发布

<http://dwz.date/e5QX>

3月15日，我国在第十四个五年规划和2035年远景目标纲要发布，对于医疗机构、县域、医疗设备、医疗器械编码等均有明显部署。主要内容包括：疾病预防控制，各地新项目开建；国家医学中心公布重点项目；区域医疗中心相关政策开始倾斜；县级医院，新增数量500个；旗舰医院、民营医院，分别作出新部署安排；进一步推进药品、耗材带量采购以及医疗器械开启快速审评审批机制，推进审批速度进一步提高。

【点评】该《规划》着重强调了医疗器械与设施相关的部署，将推进国家组织药品和耗材集中带量采购使用改革，发展高端医疗设备；同时基层补足医疗器械推进医疗设施水

平的更新换代。除此之外，在后疫情时代，针对传染性疾病的应急医疗装备也成为《规划》的重要部分。这一类的部署安排对于医疗器械相关生产标的企业远期市场预测以及战略部署具有重要意义。

3、行情回顾与医药热度跟踪

3.1 医药行业行情回顾

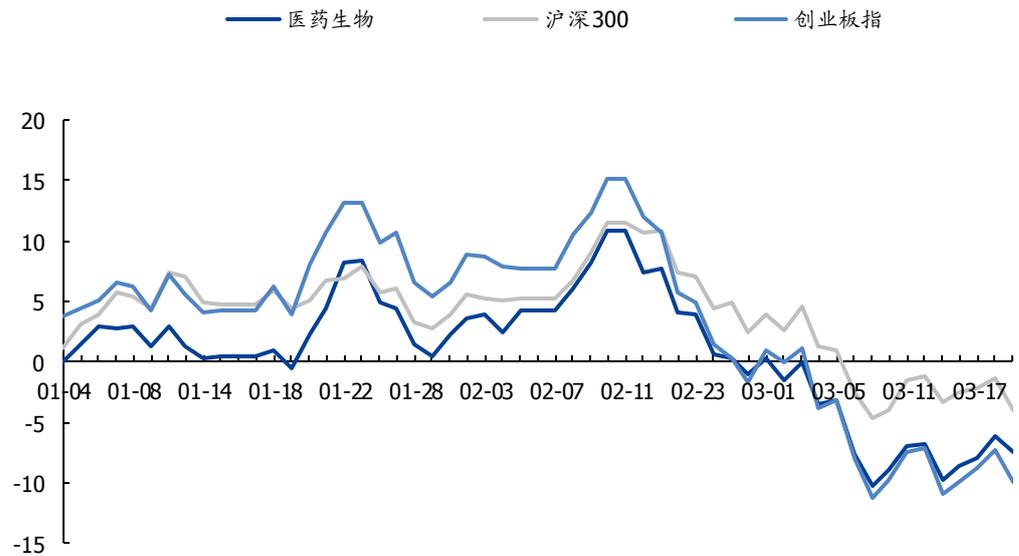
本周医药指数下降 **0.83%**，跑赢沪深 300 指数及创业板指数。申万医药指数 11,170.37 点，周环比下降 0.83%。沪深 300 下降 2.71%，创业板指数下降 3.09%，医药跑赢沪深 300 指数 1.88 个百分点，跑赢创业板 2.26 个百分点。2021 年 3 月至今申万医药下跌 6.50%，沪深 300 下跌 6.18%，创业板指数下跌 8.32%，医药跑输沪深 300 指数，跑赢创业板指数。

图表 15: 本周申万医药 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数对比

指数	本周	上周	周环比 (%)	与月初比 (%)	与年初比 (%)
沪深 300	5,007.09	5,146.38	-2.71	-6.18	-3.92
创业板指数	2,671.52	2,756.81	-3.09	-8.32	-9.94
医药生物	11,170.37	11,263.51	-0.83	-6.50	-7.51

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

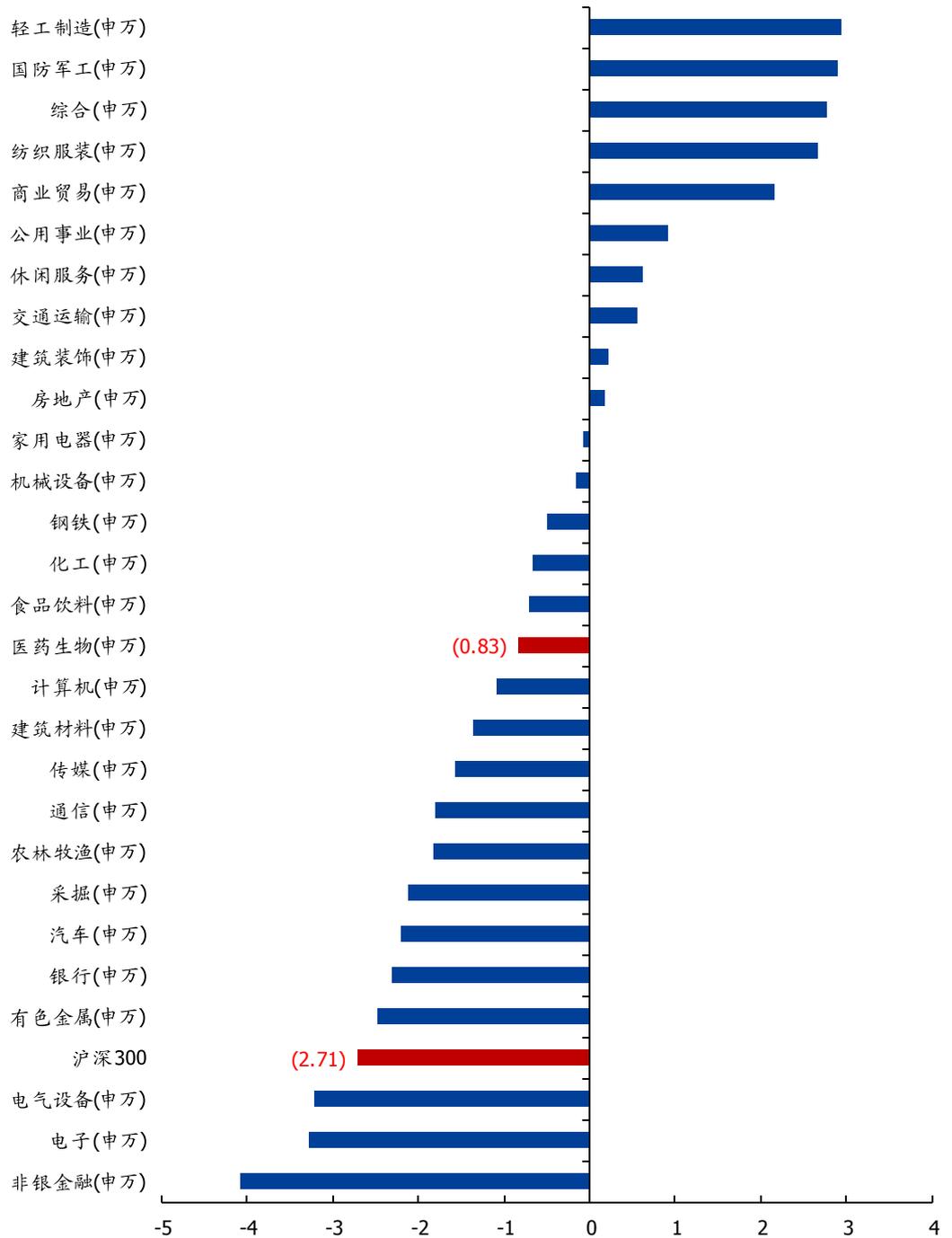
图表 16: 2021 年以来申万医药指数 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数走势对比(%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

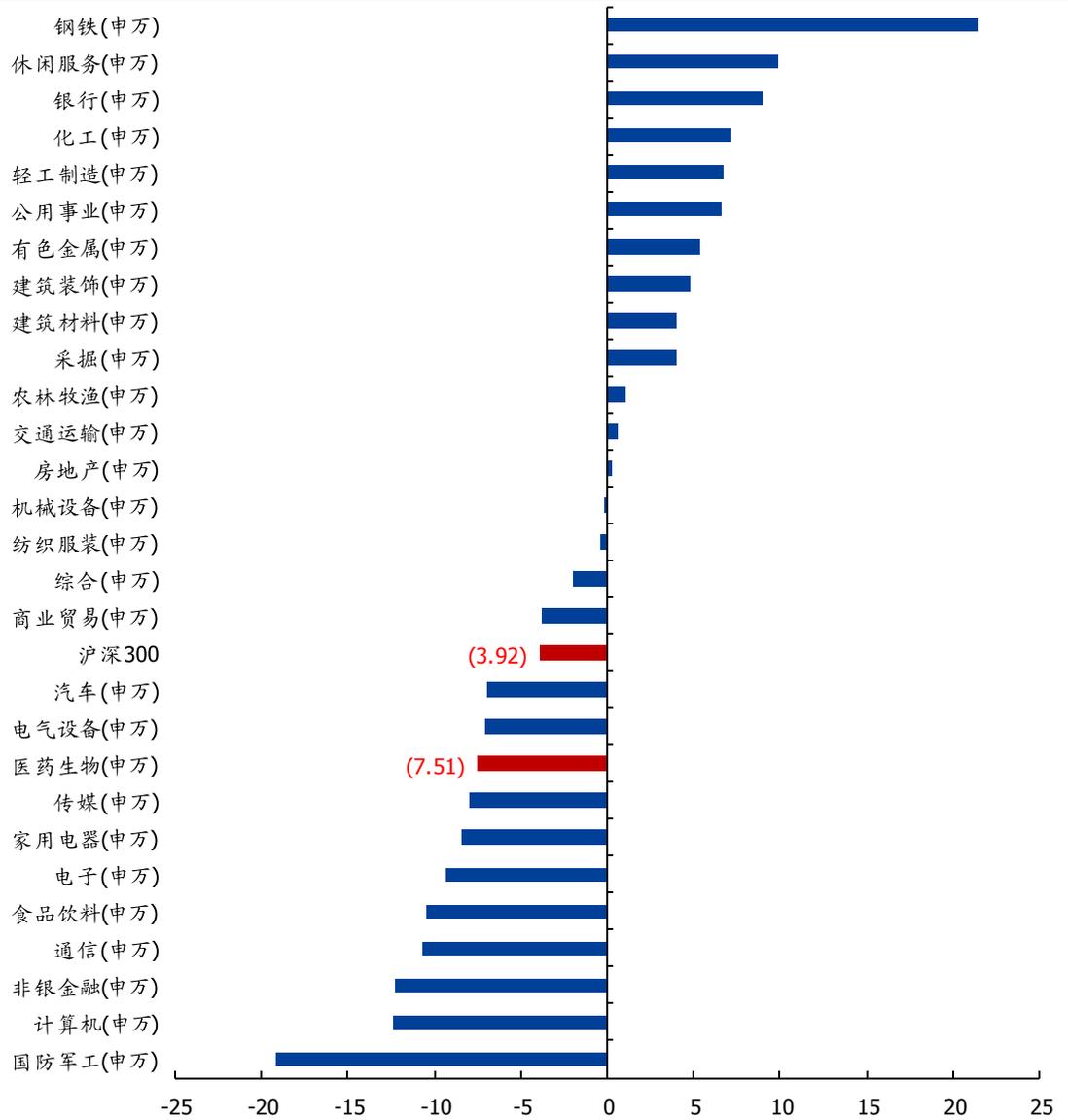
在所有行业中，本周医药涨跌幅排在第 16 位。2021 年初至今，医药涨跌幅排在第 20 位。

图表 17: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (周对比, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

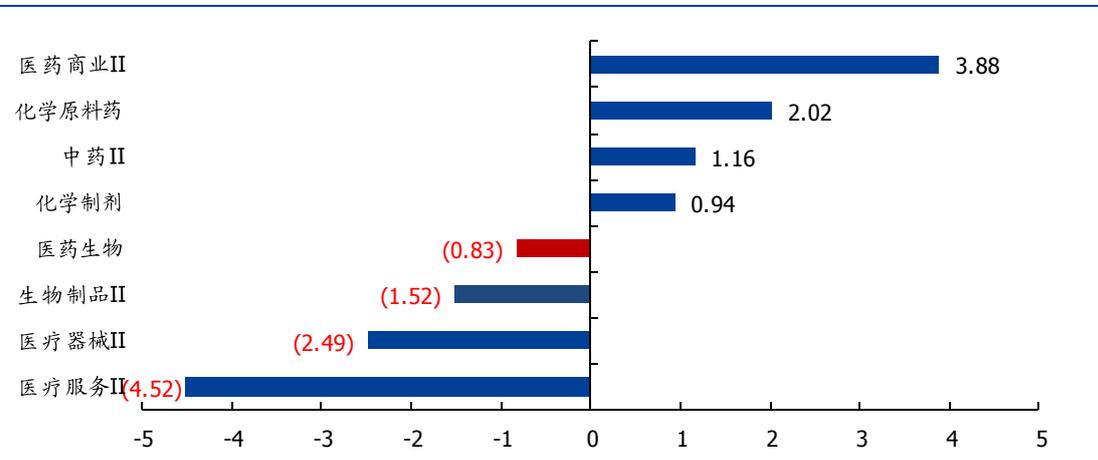
图表 18: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2021年初至今, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

子行业方面, 本周表现最好的为医药商业 II, 上涨 3.88%; 表现最差的为医疗服务 II, 下跌 4.52%。

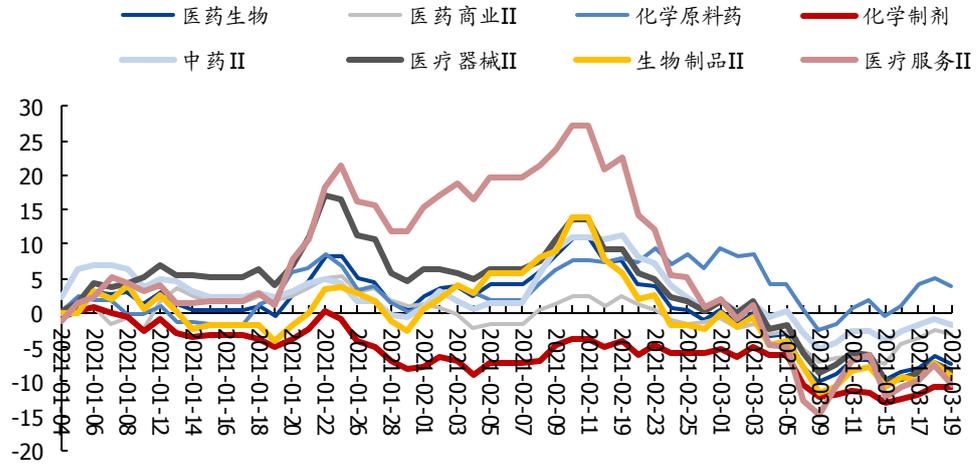
图表 19: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

子行业化学原料药和中药 II 年度涨幅行业内领先。2021 年初至今表现最好的子行业为化学原料药，上涨 3.90%；表现最差的子行业为化学制剂，下跌 10.70%。其他子行业中，中药 II 下降 1.66%，医药商业 II 下跌 3.08%，医药器械 II 下跌 8.51%，生物制品 II 下跌 9.25%，医药服务 II 下跌 10.46%。

图表 20: 申万医药各子行业 2021 年初至今涨跌幅变化图 (%)



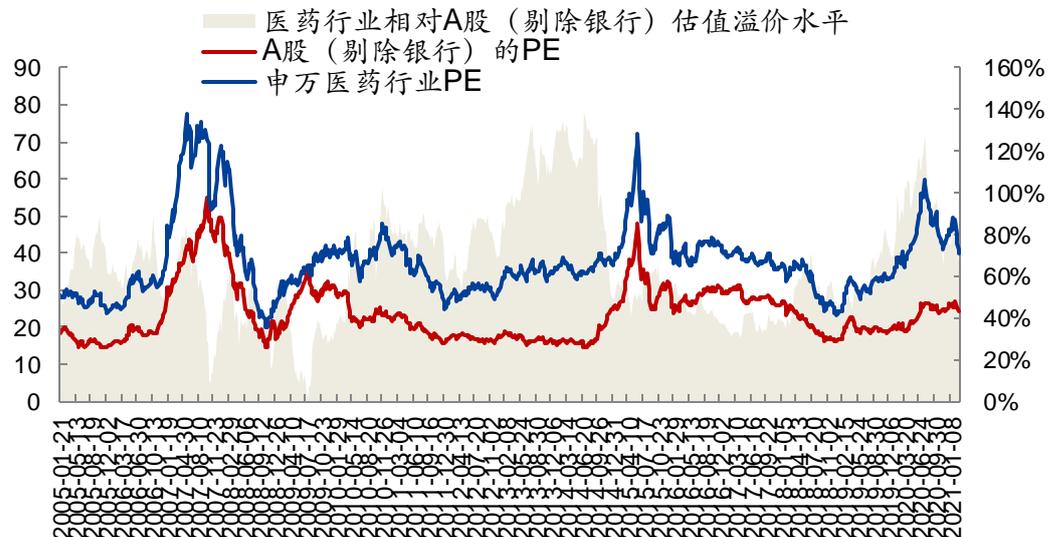
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2 医药行业热度追踪

估值水平下降，处于平均线以上。目前，医药行业估值（TTM，剔除负值）为 40.10X，较上周相比下降 0.86 个单位，比 2005 年以来均值（37.96X）高 2.13 个单位，本周医药行业整体估值略降。

行业估值溢价率下降。本周医药行业估值溢价率（相较 A 股剔除银行）为 66.93%，较上周下降 0.91 个百分点。溢价率较 2005 年以来均值（64.93%）高 1.46 个百分点，处于相对高位。

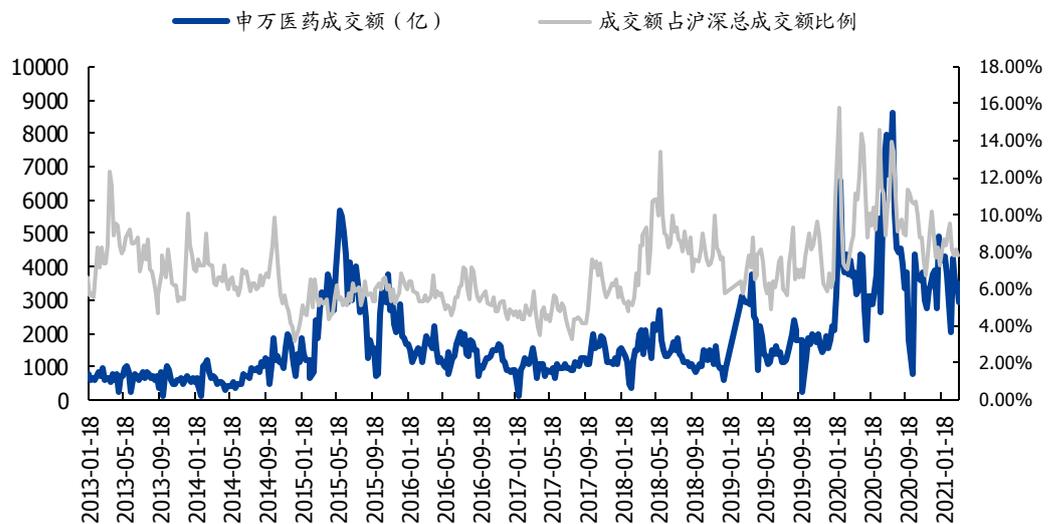
图表 21: 医药行业估值溢价率（申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

本周医药行业热度较上周有所下降，医药成交总额为 2929.12 亿元，沪深总成交额为 37621.67 亿元，医药成交额占比沪深总成交额比例为 7.79%（2013 年以来成交额均值为 6.97%）。

图表 22: 2013 年以来申万医药行业成交额以及在市场中占比的走势变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.3 医药板块个股行情回顾

本周涨跌幅排名前 5 的为哈三联、贵州三力、一心堂、ST 恒康、昂利康。后 5 的为英科医疗、睿智医药、长春高新、药明康德、华海药业。

滚动月涨跌幅排名前 5 的为济民制药、哈三联、宜华健康、华东医药、览海医药。后 5 的为通策医疗、我武生物、康泰生物、爱尔眼科、欧普康视。

图表 23: 申万医药周涨跌幅排名前十、后十个股

个股	涨跌幅 (%)	原因	个股	涨跌幅 (%)	原因
哈三联	50.13	无特殊原因	英科医疗	-17.77	疫情预期调整, PVC 价格预期影响
贵州三力	23.10	无特殊原因	睿智医药	-10.57	全资孙公司涉嫌污染环境
一心堂	19.60	业绩超预期	长春高新	-10.54	核心资产系统性调整
*ST 恒康	19.29	业绩改善利润增加	药明康德	-9.68	核心资产系统性调整
昂利康	18.78	无特殊原因	华海药业	-8.32	无特殊原因
拱东医疗	18.34	取得医疗器械注册证	九典制药	-8.03	无特殊原因
亿帆医药	16.46	全资子公司获得药物临床试验批准	爱尔眼科	-7.85	核心资产系统性调整
博雅生物	15.43	苏州德莱出资化解债务危机	迈瑞医疗	-6.00	核心资产系统性调整
以岭药业	15.32	业绩超预期	康缘药业	-5.85	无特殊原因
葫芦娃	15.18	无特殊原因	新和成	-5.72	无特殊原因

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 申万医药滚动月涨跌幅排名前十、后十个股

个股	涨跌幅 (%)	原因	个股	涨跌幅 (%)	原因
济民制药	98.75	无特殊原因	通策医疗	-40.46	核心资产系统性调整
哈三联	52.05	无特殊原因	我武生物	-39.15	核心资产系统性调整
宜华健康	41.46	无特殊原因	康泰生物	-38.09	核心资产系统性调整
华东医药	39.62	医美管线进展预期	爱尔眼科	-37.46	核心资产系统性调整
览海医疗	32.47	业绩预告扭亏为盈	欧普康视	-35.67	核心资产系统性调整
天宇股份	28.17	业绩预期超预期	爱美客	-34.24	核心资产系统性调整
*ST 恒康	27.72	业绩改善利润增加	片仔癀	-33.01	核心资产系统性调整
同和药业	26.48	无特殊原因	药明康德	-31.72	核心资产系统性调整
美康生物	25.87	无特殊原因	泰格医药	-30.72	核心资产系统性调整
昂利康	23.44	公司回购股份	万泰生物	-29.39	核心资产系统性调整

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4、医药行业 4+X 研究框架下特色上市公司估值增速更新

图表 25: 国盛医药 4+X 研究框架下的特色上市公司估值业绩情况

细分领域	上市公司	最新市值 (亿元)	归母净利润 2020E(亿元)	归母净利润 2021E(亿元)	净利润增速 2021E	2021PE
创新服务商	凯莱英	625	7.5	10.0	32.8%	63
	药明康德	3,095	29.2	37.6	28.6%	82
	泰格医药	1,151	16.9	19.3	14.4%	60
	昭衍新药	376	2.8	3.9	36.3%	98
	康龙化成	983	10.3	12.8	25.0%	74
	睿智医药	58	1.7	2.5	47.8%	25
	药石科技	233	2.0	2.9	43.6%	81
	艾德生物	151	1.8	2.6	44.3%	58
	博腾股份	245	3.2	4.1	26.5%	57
	九洲药业	296	3.8	5.8	54.2%	51
	美迪西	169	1.3	1.6	26.3%	93
	维亚生物	111	-2.7	6.5	-343.4%	17
	方达控股	79				-
创新药-传统转型	恒瑞医药	4,695	64.7	82.8	27.9%	57
	中国生物制药	1,361	26.7	32.4	21.4%	43
	翰森制药	1,791	27.4	35.4	29.0%	51
	丽珠集团	383	17.1	19.9	16.4%	19
	康弘药业	334	8.4	9.7	15.8%	34
	科伦药业	316	9.2	12.3	34.2%	24
	复星医药	1,016	37.0	48.6	31.5%	21
	海思科	269	6.2	8.3	33.7%	37
	信立泰	380	1.4	4.9	241.9%	77
	冠昊生物	50	0.8	1.3	63.5%	40
创新药-biotech	贝达药业	434	5.2	4.7	-10.5%	93
	信达生物	946	-7.7	-11.4	48.4%	-78
	君实生物	586	-16.7	-6.0	-63.9%	-63
	百济神州	1,933	-90.0	-66.7	-25.9%	-25
	复宏汉霖-B	170	-6.4	-2.8	-55.5%	-60
	再鼎医药-SB	771	-17.0	-8.9	-47.7%	-61
	南新制药	53	1.3	1.8	37.6%	26
	荣昌生物-B	419	-4.8	-4.6	-3.4%	-90
	康方生物-B	323	-5.6	-4.7	-15.2%	-71
	泽璟制药-U	151	-3.2	-2.2	-31.5%	-69
	微芯生物	152	0.3	0.7	127.1%	215
	康宁杰瑞制药-B	97	-4.4	-5.4	22.2%	-18
	创新疫苗	智飞生物	2,699	33.0	45.8	38.8%
沃森生物		645	9.5	14.8	55.3%	44

	康泰生物	863	7.7	13.3	72.1%	65
	万泰生物	1,033	6.9	11.7	68.9%	88
	康华生物	231	4.1	6.5	58.6%	35
	康希诺-U	931	-4.1	0.0	-100.0%	17
创新&特色头部器械耗材	迈瑞医疗	4,389	64.3	77.3	20.1%	57
	微创医疗	655	-1.4	-0.5	-66.7%	-1437
	乐普医疗	529	18.9	26.8	41.7%	20
	威高股份	530	21.1	26.0	23.6%	20
	心脉医疗	189	2.1	2.8	29.0%	68
	启明医疗-B	230	-0.3	2.5	-1012.6%	133
	南微医学	234	2.6	4.2	60.2%	59
	天智航	138	-0.6	0.0	-100.0%	
	健帆生物	567	8.3	11.1	33.7%	51
	英科医疗	638	72.0	146.5	103.5%	4
注射剂国际化	健友股份	363	8.5	11.3	33.3%	32
	普利制药	189	4.2	5.8	37.7%	33
口服国际化	华海药业	362	11.3	15.6	38.0%	23
创新国际化	恒瑞医药	4,695	64.7	82.8	27.9%	57
	贝达药业	434	5.2	4.7	-10.5%	93
	康弘药业	334	8.4	9.7	15.8%	34
	信达生物	946	-7.7	-11.4	48.4%	-78
	百济神州	1,933	-90.0	-66.7	-25.9%	-25
	再鼎医药-SB	771	-17.0	-8.9	-47.7%	-61
品牌中药消费	东阿阿胶	238	0.9	10.1	1011.6%	23
	片仔癀	1,592	16.7	20.6	23.6%	77
	云南白药	1,570	47.1	53.2	12.9%	30
	同仁堂	351	9.8	11.2	13.5%	31
	华润三九	247	18.4	20.6	11.7%	12
眼科	爱尔眼科	2,348	17.6	23.8	34.9%	99
	光正眼科	54	0.9	1.3	57.6%	40
	欧普康视	490	4.1	5.7	37.3%	86
	爱博医疗	182	1.0	1.5	52.8%	123
	兴齐眼药	70	0.9	1.8	109.8%	41
	昊海生科	181	2.3	4.3	85.0%	43
医美	爱美客	956	4.4	6.6	50.8%	144
	华熙生物	719	6.5	8.6	33.6%	84
	朗姿股份	145	1.4	2.3	67.9%	63
儿科相关	我武生物	294	3.1	4.2	35.9%	71
	长春高新	1,577	29.9	38.4	28.4%	40
	安科生物	196	4.1	5.2	27.0%	38
药店	益丰药房	478	7.5	9.9	31.4%	49
	老百姓	264	6.4	7.9	24.2%	33
	一心堂	280	7.9	9.3	17.9%	29

	大参林	530	10.6	13.6	27.5%	39
	国药一致	175	14.1	16.3	15.8%	11
特色专科连锁	爱尔眼科	2,348	17.6	23.8	34.9%	99
	美年健康	572	2.3	9.2	303.0%	62
	通策医疗	741	5.4	7.4	36.5%	100
	锦欣生殖	327	4.0	5.5	37.5%	65
	光正眼科	54	0.9	1.3	57.6%	40
ICL	金域医学	542	13.8	12.4	-10.0%	44
	迪安诊断	202	8.4	9.9	17.5%	20
互联网医疗&医疗信息化	卫宁健康	331	5.0	6.8	36.3%	49
	创业慧康	131	3.7	5.1	37.0%	26
	阿里健康	2,640	3.7	6.9	85.0%	342
	平安好医生	966	-9.5	-12.6	33.1%	-67
IVD	安图生物	482	8.5	12.4	45.9%	39
	新产业	403	9.4	12.1	28.7%	33
	迈克生物	214	8.0	9.1	14.5%	24
	万孚生物	257	6.5	8.2	26.9%	31
	艾德生物	151	1.8	2.6	44.3%	58
	贝瑞基因	119	2.5	3.4	37.6%	35
原辅包材	山河药辅	29	0.9	1.3	32.8%	23
	山东药玻	232	5.7	7.2	26.6%	32
	浙江医药	154	12.4	15.5	24.9%	10
	新和成	847	38.4	44.6	16.1%	19
	司太立	146	2.7	4.3	60.3%	34
	普洛药业	330	8.0	10.3	29.5%	31
	仙琚制药	125	5.1	6.3	25.0%	20
	天宇股份	199	7.7	9.6	23.7%	21
	奥翔药业	88	0.9	1.8	104.5%	49
	博瑞医药	181	1.7	2.7	58.7%	67
血制品	华兰生物	707	15.9	19.2	20.4%	37
	博雅生物	124	4.0	4.9	21.7%	25
	天坛生物	409	6.6	8.0	20.7%	51
	双林生物	280	2.1	3.5	70.5%	71
特色专科药	恩华药业	148	7.3	9.5	30.6%	16
	人福医药	497	9.8	13.5	37.7%	37
	华润双鹤	123	10.1	11.0	8.7%	11
	通化东宝	257	9.3	11.2	20.9%	23
	健康元	252	10.8	12.7	18.1%	20
	东诚药业	151	4.3	5.7	31.7%	27
	北陆药业	45	2.1	2.6	23.2%	17
	京新药业	79	6.5	5.9	-9.5%	13
流通	上海医药	551	46.0	52.2	13.6%	11
	九州通	345	30.0	29.0	-3.6%	12

	柳药股份	77	7.2	10.1	41.0%	8
	国药股份	259	16.5	18.9	14.5%	15
其他特色	伟思医疗	73	1.4	1.8	22.4%	41
	华北制药	148	2.3	3.1	36.4%	48
	太极集团	74	0.3	3.0	1108.0%	25

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 注: 表中数据均为 wind 一致预期或已公告快报数据

5、风险提示

- 1) 负向政策持续超预期; 2) 行业增速不及预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com